

# Beste resultat ved utførelse av kundeordre

Informasjonsnotatet bygger på ny lovgivning innen EU (MiFID II med tilhørende rettsakter som er gjeldende innen EU fra 3. januar 2018).

## 1. Innledning

I henhold til MiFID II har verdipapirforetakene en plikt til å gjennomføre tilstrekkelige tiltak for å oppnå *”best mulig resultat”* for kunden ved utførelsen av kundeordre. Pris, kostnader, tid, sannsynlighet for gjennomføring og oppgjør av ordren, ordrens størrelse og særtrekk, og andre relevante forhold for å utføre kundeordren skal hensyntas. Denne forpliktelsen er et av hovedfundamentene for kundebeskyttelsen i MiFID II reguleringen.

Bestemmelsen innebærer en viss skjerpelse av lovgivningen som gjelder frem til 3. januar 2018 da plikten er å treffe «alle rimelige tiltak» for kunden ved utførelse av kundeordre.

MiFID II stiller krav til at foretakene skal ha effektive systemer, prosedyrer og ordninger for å sikre etterlevelsen av plikten. Blant annet skal foretakene ha Retningslinjer for ordreutførelse (”Retningslinjene”). Retningslinjene skal for hver type finansielt instrument foretaket handler med, inneholde informasjon om

- (i) de ulike utførelsesplasser som foretaket benytter, og
- (ii) hvilke faktorer som bestemmer valget av utførelsesplass.

Med utførelsesplass menes i denne sammenheng

- Regulert marked,
- MHF (multilateral handelsfasilitet),
- OHF (organisert handelsfasilitet),
- systematisk internaliserer, samt
- prisstiller eller annen likviditetsgarantist eller enhet hjemmehørende i stat utenfor EØS som utfører tilsvarende funksjoner.

I Retningslinjene skal det fremgå hvilke faktorer som påvirker valget av utførelsesplasser. Dette vil typisk være type kunde og ordre, det finansielle instrumentets egenskaper samt vilkårene til de utførelsesplasser ordren kan sendes til. I denne sammenheng må nevnes at MiFID II stiller strenge betingelser for at verdipapirforetak kan motta pengevederlag eller naturalytelser for å utføre ordre ved en bestemt handelsplass eller utførelsesplass. Slike eventuelle vederlag må ikke anses som en interessekonflikt og må oppfylle kravene i regelverket for mottak av vederlag fra tredjepart. Det er videre forbudt for verdipapirforetak å strukturere eller pålegge provisjoner på en slik måte at foretaket urimelig forskjellsbehandler utførelsesplasser.

Det foreligger særskilte krav til innholdet i Retningslinjene ved formidling av ordre og porteføljeforvaltning. Vedlagt dette notatet følger forslag til Retningslinjer som tilfredsstillende MiFIDs minstekrav til hva slike Retningslinjer skal inneholde. Dette er ment som en illustrasjon og et utgangspunkt som må tilpasses av det enkelte foretak.

Unntak fra kravet til å anvende Retningslinjene gjelder dersom det foreligger en spesifikk instruks fra kunden, for eksempel ved internettmegling. Spesifikke instruksjoner må foretaket alltid overholde, forutsatt at det ikke foreligger grunner til at instruksjonen ikke kan aksepteres.

Foretaket må før ordre utføres innhente samtykke til Retningslinjene fra kunden. I tillegg kreves det uttrykkelig samtykke for å kunne utføre ordre utenfor en handelsplass. Handelsplass er en fellesbetegnelse på Regulert marked, MHF og OHF. Slike samtykker kan for eksempel gis gjennom kundeavtale.

På forespørsel fra kunden skal foretaket dokumentere at de har utført ordren i tråd med Retningslinjene. Foretaket må også regelmessig vurdere om de utførelsesplasser som omfattes av Retningslinjene gir Beste Resultat for kunden eller om det er behov for å endre Retningslinjene.

## 2. Beste Resultat

***Det følger av MiFID II at foretaket har en plikt til å gjennomføre tilstrekkelige tiltak for å oppnå "best mulig resultat" for kunden.***

I den engelske versjonen av lovteksten i MiFID II, er uttrykket «take all reasonable steps» erstattet med «take all sufficient steps». Som nevnt innledningsvis, innebærer dette en viss skjerpelse av pliktene som er nedfelt i bestemmelsen.

Endringen av ordlyden i bestemmelsen endrer imidlertid ikke den overordnede plikten som ligger i Beste Resultat-standarden. Innskjerpelsen er mer rettet mot foretakets plikt til å være «up to date» med hensyn til å ha prosedyrer og systemer for å oppnå Beste Resultat på en konsistent basis, samt å ha effektive systemer for å overvåke at Beste Resultat oppnås.

Dette innebærer at foretakene må forsikre seg om at foretaket kan oppnå intensjonen om Beste Resultat på en «on-going» basis når foretaket utformer sin ordreførelsespolitikk og etablerer prosedyrer og systemer som foretaket skal benytte for å utføre kundeordre.

Plikten innebærer at foretaket ikke bare skal overvåke utførelseskvaliteten, men at de også skal overvåke sine egne systemer for til enhver tid å kunne gjøre de endringer som er hensiktsmessig, for eksempel i tilfeller hvor foretaket tilbyr nye produkter eller tjenester til sine kunder.

I vurderingen av hva som vil utgjøre Beste Resultat skal foretaket se hen til pris, kostnader, tid, sannsynlighet for gjennomføring av handel og oppgjør, ordrens størrelse og særtrekk og andre relevante forhold for ordreførelsen.

***Omfanget av og innholdet i forpliktelsen til å oppnå Beste Resultat, vil variere avhengig av en rekke forhold, herunder kunden, foretaket og type finansielt instrument.***

## 2.1. Type kunde

Plikten til å treffe tilstrekkelige tiltak for å oppnå Beste Resultat for kunden gjelder overfor profesjonelle kunder som ikke er en kvalifisert motpart og overfor ikke-profesjonelle kunder. Forpliktelsen er imidlertid mer omfattende overfor ikke-profesjonelle kunder. For ordrens skyld presiseres det at kvalifiserte motparter kan be om å bli ansett som profesjonelle kunder.

## 2.2 Type foretak

Verdipapirforskriften pålegger krav til Beste Resultat ovenfor verdipapirforetak på ulike måter avhengig av type investeringstjeneste som ytes. Et foretak som utfører ordre på vegne av kunden er som nevnt underlagt kravet til Beste Resultat. I tillegg vil foretak som formidler ordre til andre foretak være underlagt krav til Beste Resultat. Dette gjelder både foretak som formidler ordre som egen investeringstjeneste og foretak som formidler ordre under aktiv forvaltningsavtale. Til tross for at reglene for formidler og utfører er noe ulike, vil den overordnede forpliktelsen være den samme for begge type foretak; å treffe alle tilstrekkelige tiltak for å oppnå Beste Resultat for sine kunder. Dette innebærer at verdipapirforetak som formidler ordre til andre verdipapirforetak må forsikre seg om at disse har retningslinjer, systemer og prosedyrer som sikrer Beste Resultat. Foretaket som formidler ordre må likeledes regelmessig overvåke kvaliteten av ordreførelse hos de foretak som benyttes til å utføre ordre, samt foreta en årlig vurdering av ordreførelsespolitikken.

## 2.3. Type finansielt instrument

Utgangspunktet er at alle finansielle instrumenter omfattes av reglene om Beste Resultat. Foretakene vil imidlertid møte forpliktelsen ulikt avhengig av type finansielt instrument og tilgjengelig marked for instrumentet. I Norge foreligger det ofte kun en aktuell utførelsesplass for finansielle instrumenter, slik at vurderingen av alternative utførelsesplasser ikke vil være relevant. I disse tilfellene vil forpliktelsen være mindre omfattende enn for finansielle instrumenter hvor flere utførelsesplasser er tilgjengelige.

### 2.3.1 Særlig om OTC-produkter

Med OTC-produkter menes i det følgende finansielle instrumenter som (1) ikke er tatt opp til handel eller (2) ikke handles på et regulert marked, en MHF eller en OHF.

Handel med OTC-derivater skjer normalt ved at det inngås individuelle avtaler mellom kunden og foretaket, hvor kunden forplikter seg til enten å selge eller kjøpe et underliggende aktiva på et fremtidig tidspunkt til en forhåndsavtalt pris. Normalt vil enten foretaket eller en oppgjørssentral garantere for oppfyllelse av derivatkontrakten. I kontraktens løpetid vil det normalt ikke være omsetning av kontrakten som sådan. En eventuell omsetning av kontrakten i kontraktens løpetid, vil skje ved at kontrakten innløses mot foretaket eller oppgjørssentralen, og at foretaket eller oppgjørssentralen utsteder ny kontrakt til en annen part. Det er således unaturlig å benytte begrep som "ordre", "handel" og "annenhåndsmarked" i tilknytning til OTC-derivater slik som for eksempel aksjer. For slike finansielle instrumenter vil ikke bestemmelsene om Beste Resultat fullt ut gjelde.

Det er imidlertid bestemmelser for alle typer OTC-produkter som pålegger verdipapirforetakene å kontrollere rimeligheten av prisen som foreslås for kunden. Dette skal skje ved innsamling av markedsdata som er brukt for å estimere prisen på slike produkter, eller hvis mulig; ved å sammenligne med like eller sammenlignbare produkter. Foretakene må altså kunne dokumentere rimeligheten av prisen som tilbys kunden ved hjelp av innsamlet markedsdata.

### *2.3.2 Særlig om prisdrevne markeder (systematisk internaliserer og market making)*

Bestemmelsene om Beste Resultat gjelder i utgangspunktet også når foretaket handler med kunden for egen regning. I praksis må det innfortolkes en reservasjon for hvordan markedet for visse typer finansielle instrumenter fungerer i praksis, herunder kundenes forventning om å bli beskyttet regelverket knyttet til Beste Resultat.

Handel med rente- og valutaprodukter skjer normalt på andre måter enn for aksjer. I praksis anses rente- og valutamarkedet som kvoteringsmarked eller prisdrevet marked, i motsetning til aksjemarkedet som er et ordredrevet marked. Ofte vil det være kunden som tar initiativet til å handle ved «request for quote», det vil si at kunden spør foretaket om en pris på en bestemt mengde av et finansielt instrument.

I et finansielt instrument hvor foretaket stiller priser som systematisk internaliserer eller market maker (standardiserte opsjoner, obligasjoner, valuta- og rentederivater), offentliggjør foretaket kjøps - og salgskurser ut fra egne vurderinger av markedsforholdene. Markedet vil som regel være transparent, da prisene offentliggjøres på foretakets side eller hos en informasjonsdistributør. Kundene kan således sammenligne priser mellom de ulike foretak. Disse prisene vil enten være indikative eller bindende for et bestemt volum per transaksjon. Dersom prisene er indikative, vil foretaket gi kunden en bindende pris ved henvendelser til foretaket. Ved henvendelse til foretaket står kunden fritt til å akseptere eller avvise tilbudet.

Dersom kunden aksepterer prisen, vil foretaket bli motpart i transaksjonen.

I dette markedet vil kunden normalt være profesjonelle kunder som "shopper rundt" til ulike verdipapirforetak for å få oppgitt en pris på det aktuelle finansielle instrumentet. I disse tilfeller vil det ikke kunne forventes at verdipapirforetaket skal være underlagt reglene om Beste Resultat ovenfor kunden.

Vi legger således til grunn at reglene om Beste Resultat normalt ikke vil gjelde for handel i rente-, obligasjon- og valutamarkedet så lenge det dreier seg om den type handel som er beskrevet over. Det vil uansett være unaturlig at et foretak må henvise kunden til et konkurrerende foretak som, samtidig med at forhandlingen om kjøp eller salg foregår, stiller en bedre pris enn det aktuelle foretaket.

Denne tolkningen støttes også av at Kommisjonen, i tilknytning til MiFID I regelverket om Beste Resultat, har uttalt at Foretakene kan anvende den såkalte «The four fold legitimate reliance test» for å vurdere om Beste Resultat regelverket gjelder eller ikke.

Vurderingen av hvorvidt reglene om Beste Resultat får anvendelse i kvoteringsmarkedet eller de prisdrevne markedene vil i følge denne testen avhenge av følgende forhold:

- Hvem tar initiativ til transaksjonene; kunden eller foretaket?
- Er kunden profesjonell eller ikke-profesjonell?
- Hvor transparent er det aktuelle markedet?
- Kan kunden forvente å bli beskyttet av reglene om Beste Resultat?

Det er ikke uttalelser eller bestemmelser i MiFID II som tyder på at denne tilnærmingen ikke lenger kan anvendes når MiFID II trer i kraft.

I tilknytning til denne tilnærmingen, er det fra EU-myndigheter uttalt at Beste Resultat bestemmelsen gjelder når et foretak tar initiativet til en handel med en ikke-profesjonell kunde fordi en ikke-profesjonell kunde vil forvente at foretaket forholder seg til regelverket om Beste Resultat.

Det er for øvrig ingenting i veien for at prosedyrene ved handel av instrumenter som ikke er underlagt kravene om Beste Resultat likevel inntas i Retningslinjene. Slik informasjon vil uansett kunne være av nytte for kunden.

Dersom handelen i produkter som normalt omsettes i prisdrevne markeder skjer ved ordinær ordreinnleggelse, vil reglene om Beste Resultat komme til anvendelse som for øvrige ordreinnleggelser knyttet til andre finansielle instrumenter. Dette er særlig aktuelt hvor det er verdipapirforetaket som tar kontakt med en ikke-profesjonell kunde og anbefaler vedkommende å handle. I disse tilfeller må kunden kunne stole på at verdipapirforetaket ivaretar kundens interesser vedrørende prisen på det aktuelle finansielle instrumentet og eventuelt andre elementer ved transaksjonen.

## 3. Retningslinjene for ordreførelse

### 3.1. Innledning

Det følger av MiFID II at verdipapirforetak skal ha effektive systemer, prosedyrer og ordninger for å sikre etterlevelsen av forpliktelsen til å gjennomføre tilstrekkelige tiltak for å oppnå det Beste Resultat for kunden. Foretaket skal blant annet utarbeide og benytte Retningslinjer for utførelse av kundeordre.

***Når en kunde har inngitt en ordre uten spesifikke instruksjoner, skal foretaket gjennomføre transaksjonen i overensstemmelse med Retningslinjene slik at Beste Resultat oppnås.***

Retningslinjene må forelegges kunden skriftlig eller via en internettside i god tid før kunden benytter seg av investeringstjenesten. Med "skriftlig" menes skriftlig på papir med mindre kunden samtykker til at informasjonen gis på et annet varig medium, herunder e-post. Typisk vil Retningslinjene være et naturlig vedlegg til kundeavtale eller foretakets forretningsvilkår.

I forbindelse med utarbeidelse og gjennomføring av Retningslinjer må foretakene gjennomføre en tre-trinns fremgangsmåte:

- 1) Avhengig av type kunder og deres behov, skal foretaket ta stilling til hvilke faktorer som skal gis prioritet ved utførelsen av ordre.
- 2) Foretakene må vurdere tilgjengelige utførelsesplasser for å identifisere de systemer som gjør foretaket i stand til å oppnå Beste Resultat.
- 3) Foretakene skal sende kundeordre, på en ordre til ordre basis, til passende utførelsesplass, tatt i betraktning den relative vektningen av de ulike faktorene i henhold til Retningslinjene.

### 3.2 Samtykke fra kunden

Foretaket er forpliktet til å innhente "samtykke" til Retningslinjene fra kunden. Dersom Retningslinjene tillater at kundeordre utføres utenfor en handelsplass (regulert marked, MHF eller OHF) skal kunden "uttrykkelig samtykke" til dette.

#### 3.2.1 Retningslinjene for utførelse av kundeordre - "samtykke"

Den mest praktiske måten å oppfylle disse kravene på, er at kunden bekrefter i kundeavtalen å ha akseptert Retningslinjene og muligheten til å foreta handler utenfor en handelsplass. Alternativt kan samtykke innhentes ved skriftlig eller elektronisk signatur, avklikningsfelt på internettside eller muntlig på tapet telefon. Antakelig vil det også være tilstrekkelig at kunden samtykker ved konkludent adferd. Dette betyr at en kunde som inngir ordre etter å ha fått forelagt Retningslinjene må anses for å ha godkjent Retningslinjene. For å sikre notoritet anbefaler vi likevel at ikke-profesjonelle kunder samtykker ved en aktiv handling, som signatur på kundeavtale.

Lovgivningen legger imidlertid opp til at det kun er ikke-profesjonelle kunder som skal inngå kundeavtale. Overfor profesjonelle kunder vil det være mindre betenkelig å la Retningslinjene være ansett som godkjent gjennom konkludent adferd. Denne kundegruppen vil i større grad være skikket til å ivareta egne interesser.

### 3.2.2 Handel som utføres utenfor en handelsplass - "uttrykkelig samtykke"

#### 3.2.2.1 Forståelsen av begrepet "uttrykkelig samtykke"

Hva angår kravet om "uttrykkelig samtykke" for handel utenfor en handelsplass, innebærer dette normalt at samtykke må innhentes ved en positiv handling fra både ikke-profesjonell og profesjonelle kunder. Slikt samtykke kan mest praktisk innhentes gjennom kundeavtale eller samtale med kunden på tapet telefon. Innhenting av positivt samtykke fra *nye kunder* kan relativt lett skje i forbindelse med etableringen av kundeforholdet og signering av kundeavtale. Imidlertid kan det være noe mer ressurskrevende og innhente et lignende positivt samtykke fra *eksisterende kunder*.

#### 3.2.2.2 Forståelsen av begrepet "handel utenfor en handelsplass"

Når det gjelder hvilke handler som skal omfattes av begrepet "*handel utenfor regulert marked*" har EU-kommisjonen i tilknytning til MiFID I avgitt følgende uttalelse. Kommisjonens oppfatning er at en handel anses og ha skjedd "utenfor regulert marked" når utførelsen har skjedd på en måte som avviker fra det regelverket som gjelder for handel på den aktuelle markedsplassen. Denne uttalelsen innebærer at de handler som eksempelvis skjer utenfor Oslo Børs sitt handelssystem, men i overensstemmelse med handelsreglene som gjelder for Oslo Børs, ikke vil være omfattet av definisjonen for "handel utenfor regulert marked" og således vil foretakene i disse tilfeller ikke være pålagt å innhente "uttrykkelig samtykke" fra kunden i forkant av transaksjonen.

### 3.3. Innholdskrav

***Retningslinjene skal for hver type finansielt instrument foretaket handler med, inneholde informasjon om de ulike handelssystemer som benyttes og hvilke faktorer som bestemmer valget av handelssystem.***

Retningslinjene kan utarbeides som et samlet dokument med forskjellige deler for ulike typer finansielle instrumenter, eller som separate dokumenter avhengig av type finansielt instrument og type kunde. Det må uansett spesifiseres hvilke Retningslinjer eller deler av Retningslinjene som får anvendelse for ulike typer finansielle instrument og kunder.

Med type finansielt instrument menes finansielle instrumenter med samme likartede egenskaper for eksempel aksjer og egenkapitalbevis, obligasjoner og sertifikater, derivater mv.

### 3.3.1 Ulike utførelsesplasser

**Med utførelsesplass menes regulert marked, MHF, OHF, systematisk internaliserer, prisstiller eller annen likviditetsgarantist eller enhet hjemmehørende i stat utenfor EØS som utfører tilsvarende funksjoner.**

Retningslinjene skal i det minste omfatte de utførelsesplasser som benyttes. Det er ikke nødvendig å velge utførelsesplasser som vil gi det Beste Resultatet i hvert enkelt tilfelle. Foretakene må gjerne spesifisere at listen over utførelsesplasser ikke er uttømmende, men at utførelse kan skje på andre utførelsesplasser dersom dette ellers vil være i overensstemmelse med Retningslinjene.

Selv om det finnes alternative utførelsesplasser, forbyr ikke MiFID II at Retningslinjene kun inneholder en utførelsesplass for en type finansielt instrument forutsatt at foretaket kan demonstrere at valget av utførelsesplass gir konsistent Beste Resultat for kunden(e). Men det er en forpliktelse for foretakene til å være oppdatert på for eksempel rapporter og data som alternative utførelsesplasser må publisere angående kvalitet på utførelse. Foretaket kan med andre ord ikke stole på at valget av utførelsesplass kan opprettholdes over tid, dersom rapporter og data fra andre alternative utførelsesplasser tilsier at Beste Resultat forpliktelsen ikke oppfylles ved bruk av den initielt valgte utførelsesplassen. I slike tilfeller kan det for eksempel være aktuelt å formidle ordre til andre verdipapirforetak som er medlem av eller har tilgang til andre alternative utførelsesplasser.

Ved valget av bare en utførelsesplass, vil foretakets metode for håndtering av ordre være av stor betydning for om Beste Resultat oppnås. For eksempel kan resultatet av å legge ulike ordretyper inn i den sentrale ordreboken bli vesentlig forskjellig fra å legge ordren inn i en åprings- eller sluttauksjon. Likeledes kan bruk av algoritmer og smart-ordre-ruter være av betydning for om Beste Resultat oppnås på en «on-going» basis.

### 3.3.2. Relevante faktorer

Vurderingen av hva som vil være Beste Resultat foretas på bakgrunn av følgende faktorer:

- Pris
- Kostnad
- Tid
- Sannsynlighet for gjennomføring og oppgjør av ordren
- Ordrens størrelse
- Særtrekk
- Andre relevante forhold



### 3.3.3. Kriterier for vekting av faktorene

De kriteriene som vil avgjøre den relative vektingen av faktorene for hva som vil anses som Beste Resultat i det enkelte tilfelle skal inntas Retningslinjene.. Dette vil typisk være følgende:

- Kundens egenskaper – profesjonell eller ikke-profesjonell
- Kundeordrens egenskaper – størrelse, type instrument, oppgjørmekanismer
- Egenskaper ved de finansielle instrumentene – grad av likviditet, hvordan instrumentet normalt omsettes
- Egenskaper ved utførelsesplasser – pris og kostnader, evne til å håndtere komplekse ordrer, hurtighet osv.

Vedrørende kundens egenskaper kan de ovennevnte faktorene som nevnt bli vektlagt ulikt avhengig av om ordren kommer fra en profesjonell eller en ikke-profesjonell kunde

**Overfor ikke-profesjonelle kunder bestemmes beste mulige resultat ut fra det samlede vederlag kunden skal betale i forbindelse med ordreutførelsen.**

Ved beregningen skal det ifølge verdipapirforskriften tas hensyn til prisen på det finansielle instrumentet og kostnader knyttet til utførelsen av ordren herunder avgifter for bruk av utførelsesplass, sentrale motparter og verdipapirregistre samt andre avgifter som belastes av tredjemann som er involvert i utførelsen av ordren. Med andre ord er kravet til å oppnå Beste Resultat for ikke-profesjonelle kunder ikke bare relatert til pris, men også å redusere kostnader som påløper i forbindelse med utførelse av ordren. Øvrige faktorer, som hurtighet, sannsynlighet for gjennomføring og oppgjør får bare forrang fremfor pris og kostnad dersom dette bidrar til Beste Resultat for kunden. Fokuset må rettes mot det samlede (netto) resultat for kunden.

Ved valget mellom flere aktuelle utførelsesplasser, skal foretaket ta hensyn til egne provisjoner og omkostninger ved å utføre ordren på de ulike utførelsesplasser.

Normalt vil vektleggingen av pris og kostnader være viktigere for en ikke-profesjonell kunde enn for en profesjonell kunde selv om dette ofte også vil være viktig for profesjonelle kunder. For de profesjonelle kunder vil ofte størrelse på ordren være en viktig faktor når foretak skal avgjøre hvordan ordren skal utføres. Her blir riktig og god ordrehåndtering særlig viktig for å blant annet å unngå store markedssvingninger i instrumentet. Således må denne ulikheten tas høyde for når foretaket vektlegger de ulike faktorene i forbindelse med foretakets utførelse av kundeordre.

### 3.3.4 Informasjonskrav

Foretaket skal i god tid før ytelsen av tjenester gi kunder detaljerte opplysninger på varig medium eller på et web-sted om foretakets ordreutførelsespolitikk. Informasjonen skal inneholde:

- en redegjørelse for den forholdsmessige betydningen som foretaket tillegger de faktorer som er nevnt i pkt 3.3.2 (pris, kostnad, tid mv) eller den prosess som foretaket gjennomfører for å fastsette den forholdsmessige betydning
- en liste over de utførelsesplasser som foretaket i vesentlig omfang anser pålitelige for å oppfylle kravet til Beste Resultat, herunder hvilke utførelsesplasser som benyttes for hver type finansielt instrument, for ordre fra ikke-profesjonelle kunder, for ordre fra profesjonelle kunder og for verdipapirfinansieringstransaksjoner
- en liste over faktorer som benyttes for å velge utførelsesplass, herunder kvalitative faktorer som clearingordninger, systemer for automatisk avbrytelse, planlagte handlinger og andre relevante overveielser, og den forholdsmessige betydning av hver faktor. Opplysninger om faktorer som anvendes ved utvelgelsen av utførelsesplass skal stemme overens med de kontroller verdipapirforetaket foretar som ledd i vurderingen av om verdipapirforetakets Beste Resultat politikk og tiltak er tilfredsstillende når verdipapirforetaket foretar en vurdering av om Beste Resultat oppnås kontinuerlig.
- hvordan utførelsesfaktorer som pris, kostnader, tid, sannsynlighet for utførelse og andre relevante faktorer som en del av alle tilstrekkelige tiltak for å oppnå Beste Resultat for kunden
- hvis relevant, opplysninger om at foretaket utfører ordre utenfor en handelsplass, konsekvensene av det, herunder motpartsrisiko som oppstår ved utførelse utenfor en handelsplass, og etter anmodning fra kunden opplysninger om konsekvenser av denne utførelsesmetode
- en klar og fremhevet advarsel om at spesifikke instruksjoner fra en kunde kan forhindre foretaket i å ta de forholdsregler som foretaket har vedtatt som sin utførelsespolitikk og innført med sikte på å oppnå Beste Resultat ved utførelse av nevnte ordre for så vidt angår de elementer som er omfattet av instruksjonen
- et sammendrag av utvelgelsesprosessen for utførelsesplasser, utførelsesstrategier, prosedyrer og prosesser som anvendes til å analysere oppnådd kvalitet på utførelse, og hvordan foretaket kontrollerer at Beste Resultat blir oppnådd for kunden

Dersom foretaket benytter forskjellige gebyrer i forhold til hvilken utførelsesplass som velges, skal foretaket forklare disse forskjeller tilstrekkelig detaljert til at kunden kan forstå fordeler og ulemper ved valget av en bestemt utførelsesplass.

Dersom foretaket oppfordrer kunder til å velge en bestemt utførelsesplass, skal foretaket gi fair, tydelig og ikke-misvisende opplysninger, slik at kunden ikke velger en utførelsesplass utelukkende på bakgrunn av den prispolitikk foretaket benytter.

Dersom foretaket på lovlig måte mottar godtgjørelse fra utførelsesplasser, skal foretaket opplyse kundene om dette. Av disse opplysningene skal det fremgå hvilke gebyrer som alle motparter i transaksjonen er pålagt av foretaket og, hvis gebyrene varierer alt etter kunden, skal de maksimale gebyrer eller omfanget av gebyrer som kan bli pålagt, fremgå av opplysningene.

Dersom foretaket krever betaling av gebyrer fra mer enn en deltager i en transaksjon skal foretaket opplyse sine kunder om verdien av alle monetære og ikke-monetære ytelser som foretaket har mottatt.

### 3.5. Oppdatering av Retningslinjene

***Oppdatering av Retningslinjene skal skje årlig. I tillegg skal oppdatering foretas når det inntreffer vesentlige endringer av betydning for foretakets fortsatte evne til å oppnå Beste Resultat for kundene ved å benytte de utførelsesplasser som angis i Retningslinjene.***

En endring av vesentlig betydning kan for eksempel være endringer i en av faktorene som vedrører utførelsen eller en utførelsesplass slik som kostnader, pris, hastighet, sannsynlighet for utførelse og oppgjør, størrelse, art eller andre vurderinger som er relevant for utførelse av ordren.

Dersom Retningslinjene endres som følge av at det inntreffer endringer, må kundene notiseres. Det er ikke krav til samtykke fra kunden ved slike endringer.

## 4. Kundens spesifikke instruksjoner

***Dersom det foreligger en spesifikk instruks fra kunden med hensyn til hvordan ordren skal utføres, skal ordren utføres i tråd med denne.***

Kunden kan eksempelvis ha gitt en limit på hvor høyt han vil kjøpe eller hvor lavt han vil selge, eller at hele ordren skal legges inn i ordreboken samtidig. Dersom en ordre utføres i overensstemmelse med spesifikke instruksjoner fra kunden, for eksempel pris, vil likevel kravet til Beste Resultat gjelde i forhold til de andre delene av ordren, som ikke er omfattet av den spesifikke instruksjonen.

Kunder skal gis en klar og tydelig advarsel om at spesifikke instruksjoner kan forhindre foretaket i å gjennomføre de tiltak som er fastsatt i Retningslinjene for å sikre Beste Resultat.

Foretakene står fritt til å avtale med kunden på forhånd at ordre mottatt i spesielle situasjoner vil bli behandlet som en spesifikk instruksjon. Foretaket kan også ta inn i Retningslinjene at nærmere angitte instruksjoner vil bli å anse som spesifikke instruksjoner og konsekvensen av dette.

## 5. Dokumentasjon og arkivering

Ordre og ordreutførelsesinformasjon samt Retningslinjene må dokumenteres og arkiveres blant annet med hensyn til at kunder i etterkant skal kunne begjære at foretaket påviser at en ordre er utført i overensstemmelse med de av kunden godkjente Retningslinjene. Hva gjelder hvor langt dette kravet til arkivering av dokumentasjon strekker seg, er vi av den oppfatning at arkivering av dokumentasjon knyttet til den aktuelle handelen konkret må være tilstrekkelig. Generell dokumentasjon om markedsforholdene på det aktuelle tidspunktet må kunne innhentes i etterkant dersom det blir nødvendig.

***Dokumentasjon for overholdelse av forpliktelsen skal oppbevares i fem år***

## Vedlegg

# Retningslinjer for ordreførelse av finansielle instrumenter i ordredrevne markeder

Av 01.01.2018

### **1 Innledning**

Verdipapirforetak har ifølge lovgivningen en plikt til å gjennomføre alle tilstrekkelige tiltak for å oppnå *"best mulig resultat"* for kunden ved utførelse av kundeordre ("Beste Resultat"). Foretaket vil ved mottakelse av kundeordre foreta en konkret vurdering av hvordan ordren skal utføres for å oppnå Beste Resultat.

Retningsgivende for denne vurdering vil være retningslinjene for ordreførelse som er gjengitt nedenfor ("Retningslinjene").

### **2 Unntak fra Retningslinjene - Spesifikk instruks**

Dersom kunden inngir spesifikke instruksjoner, kan dette forhindre Foretaket i å gjennomføre de tiltak som er fastsatt i Retningslinjene nedenfor for å sikre Beste Resultat. Det kan inngås særskilt avtale mellom kunden og Foretaket om at ordre mottatt i spesielle situasjoner vil bli behandlet som en spesifikk instruksjon.

### **3 Relevante faktorer ved valg av utførelsesmåte**

Foretaket vil ved valg av utførelsesmåte ta hensyn til pris, kostnader, tid, sannsynlighet for gjennomføring og oppgjør, størrelse, art og andre relevante forhold.

### **4 Vektlegging av relevante faktorer**

Når Foretaket utfører kundeordre vil følgende momenter tas i betraktning når de ovennevnte faktorer (punkt 3) relevans skal vektlegges:

- Kundes egenskaper (ikke-profesjonell/profesjonell kunde)
- Kundeordrens egenskaper
- Egenskaper ved de finansielle instrumenter som inngår i ordren
- Egenskaper ved de handelssystemer ordren kan rettes til

Ovenfor ikke-profesjonelle kunder vil Beste Resultat bestemmes ut fra det samlede vederlag kunden skal betale i forbindelse med ordreførelsen.

## **5 Alternative måter for utførelse av ordre**

Foretaket vil utføre ordre for kunden på en av følgende måter:

*5.1 På en utførelsesplass så som regulert marked eller MHF, OHF, Systematisk Internaliserer, marketmaker:*

(a) ved å legge ordren på en utførelsesplass

(b) ved å formidle ordren til et annen verdipapirforetak dersom foretaket ikke har tilgang til en utførelsesplass

*5.2 Utenfor regulert marked eller MHF:*

(c) ved kjøp fra eller salg til andre kunder (innbyrdes forretninger)

(d) ved selv helt eller delvis å tre inn som motpart (egenhandel)

(e) ved å formidle ordren til et annet verdipapirforetak som foretaket samarbeider med.

Fra tid til annen vil utførelse kunne skje på andre **utførelsesplasser**, dersom dette vil være i overensstemmelse med disse retningslinjene for øvrig.

Hvis det finansielle instrumentet handles på **utførelsesplasser** (inkludert Oslo Børs/Oslo Axess), vil Foretaket normalt utføre ordren på Oslo Børs/Oslo Axess, da Foretaket anser at denne utførelsesmåten vil gi Beste Resultat for kunden. Hvis Foretaket imidlertid anser at **utførelsesplass** med høyest likviditet i tilknytning til det aktuelle finansielle instrument vil gi Beste Resultat for kunden, vil Foretaket utføre ordren på den **utførelsesplass** hvor det finansielle instrumentet har høyest likviditet.

Ad c) Dersom Foretaket har mottatt ordre om både kjøp og salg av samme finansielle instrument, og disse ordrene kan matches internt, vil Foretaket normalt legge ordrene inn i Oslo Børs/Oslo Axess' handelssystem, dersom det finansielle instrumentet er notert på Oslo Børs/Oslo Axess. Handelssystemet vil automatisk foreta en matching av ordrene til markedskurs. Alternativt vil ordrene utføres ved at Foretaket selv foretar avtaleslutningen på vegne av kundene. Foretaket vil da ivareta kundenes tarv med samme omhu, og fastsette prisen på de finansielle instrumentene på grunnlag av børskurs eller dersom børskurs ikke foreligger, en kurs som etter markedets stilling er rimelig.

Ad d) Dersom Foretaket er motpart vil det bli opplyst om dette på sluttseddelen eller annen bekreftelse. Dersom Foretaket trer inn som motpart (egenhandel) i forhold til en kundeordre, vil dette skje til en pris som samsvarer med den best oppnåelige pris i et handelssystem, f eks børskurs. Unntak vil gjelde dersom Foretaket, i egenskap av å være marked maker, på kundens direkte forespørsel oppgir en pris som Foretaket enten vil kjøpe eller selge de angjeldende finansielle instrumenter til, og kunden aksepterer denne prisen.

### **6 Særlig om handel med unoterte aksjer**

Dersom en unotert aksje (eller annet finansielt instrument) er registrert på den norske OTC-liste, vil Foretaket legge inn ordren som en interesse i OTC-systemet og deretter ta kontakt med et annet foretak som har vist en motsvarende interesse i OTC-systemet. Foretaket vil forhandle med dette foretaket for å oppnå en best mulig pris for kunden.

### **7 Når vil orden utføres?**

Foretaket vil påbegynne utførelse av ordren umiddelbart etter mottak av ordre fra kunden. Dette betyr at Foretaket vil benytte tidsprioritering av innkomne ordre med mindre Foretaket anser at Beste Resultat oppnås ved å slå ordren sammen med andre ordre. Foretaket forbeholder seg rett til å aggregere kundens ordre med ordre fra andre kunder, personer eller foretak som er eller ikke er tilknyttet Foretaket. Aggregering av ordre vil kunne finne sted dersom det er usannsynlig at aggregering generelt vil være til ulempe for noen av kundene. Kunden er imidlertid inneforstått med at aggregering av ordre i enkelttilfeller kan medføre en ulempe.

Foretaket forbeholder seg også rett til å aggregere kundens ordre med transaksjoner foretatt for Foretakets egen regning. Dersom den samlede ordren kun delvis utføres vil kundens ordre i utgangspunktet bli prioritert fremfor Foretakets. Unntak gjelder imidlertid dersom Foretaket ikke hadde kunnet utføre handelen på tilsvarende fordelaktige vilkår uten aggregeringen.

Hvis ordren mottas utenfor markedsplassens åpningstid vil ordren bli utført når markedsplassen gjenåpner.